

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

## ニッセイ為替インデックス～円安圧力の弱まりを示唆

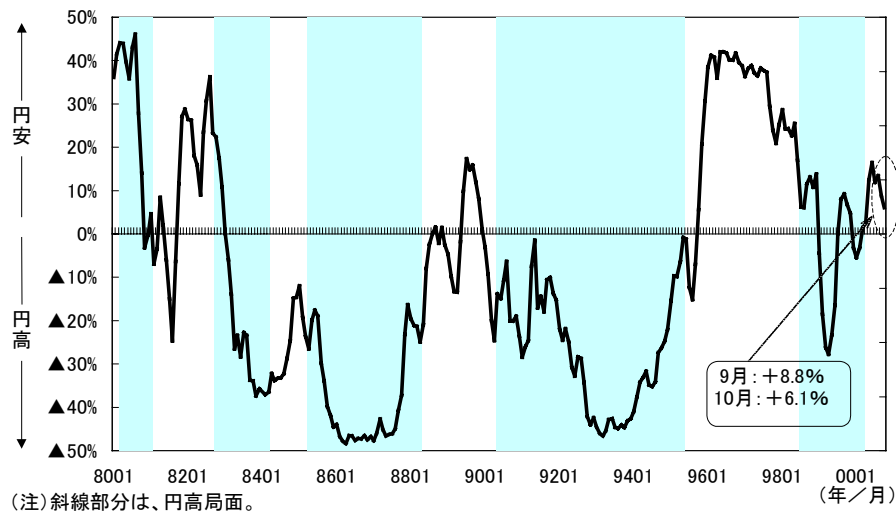
### <ニッセイ為替インデックス>

1. 今回発表の2000年10月分の為替インデックスから、推計期間の延長および説明変数の一部見直しを行った新系列に変更している。
2. 新系列の動きをみると、7月以降はプラス幅が縮小する動きに転じており、足もとでは、9月が+8.8%、10月は+6.1%と円安圧力の弱まりが示唆されている。

### <今週の焦点：原油価格高騰の日本経済への影響>

1. OPECが価格影響力を維持する中で原油価格が大幅な下落局面に入ることも考えにくく、年末にかけて30ドル/バレル前後での高止まりが続くとみられる。
2. 原油価格高騰の日本経済への直接的な影響度は大きく低下しているが、企業の交易条件悪化による収益への影響やアジア経済の減速を通じた外需への影響が懸念される。

為替インデックスは円安圧力の弱まりを示唆



研究員 岡田 章昌(おかだ あきまさ) (03)3597-8536 aokada@nli-research.co.jp  
チーフエコノミスト 榎 浩一(はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

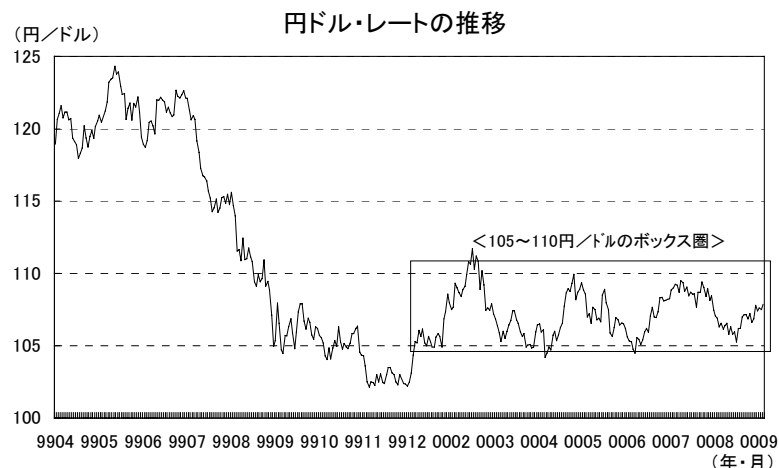
## <ニッセイ為替インデックス>

### 足もとの円ドルレートの動き

円ドルレートは、99年4-6月期には120円/ドル台で推移していたが、99年夏頃から99年末にかけて102円台まで円高が進んだ後、2000年1月以降、概ね105~110円/ドルのレンジでの推移が続いている。

7-9月期の動きを振り返ると、7月初旬のそごう破綻による金融システム不安再燃を懸念する見方や、ゼロ金利政策解除による日本の景気回復への悪影響を懸念する見方などから円は弱含みの動きが続き、7月末には109円/ドル台となった。しかし、設備投資の先行指標である機械受注統計など民需の回復を示唆する経済統計の発表をきっかけに日本経済の景気回復期待が急速に高まり、8月下旬から9月初旬にかけて105円/ドル台まで円高が進行した。

9月11日に発表された4-6月期のGDP統計は2期連続のプラス成長と日本経済が回復傾向にあることを裏付ける結果となった。しかし、注目された設備投資が前期の反動で弱い数字となったことを受け、景気回復期待が修正された。これに加え、米国経済のソフトランディング期待が高まったこともあり、円ドルレートは再び円安傾向に転じた。足もとでは、10月3日に発表された9月の日銀短観で景況改善の持続が確認されたが、先行きについて改善テンポの鈍化が示されたことから為替相場への影響は限定的で、108~110円/ドルで推移している。



### 為替インデックスは9月+8.8%、10月+6.1%と円安圧力の弱まりを示唆

今回発表の2000年10月分の為替インデックスから、近年の円ドルレートの動きを取り込むことを目的に、推計期間の延長(2000年3月迄)および説明変数の一部見直しを行った新系列に変更している(旧系列の推計期間は95年6月迄)。これに伴い、過去の指数についても遡及改定を行っている。

新系列の動きをみると、2000年に入ってから為替インデックスは3月以降一貫してプラスを維持しており、95年6月から始まった円高局面の終了を示すものとなっている。為替インデックスのプラス幅は3月以降次第に拡大して6月には+16.5%となった。7月以降は逆にプラス幅が縮小する動きに転じており、足もとでは、9月が+8.8%、10月は+6.1%と円安圧力の弱まりが示唆されている。

為替インデックスの動きはその説明変数である 実質金利格差 [日米実質短期金利差<sup>1</sup>]、 対外収支格差 [日米経常収支対GDP比率差<sup>2</sup>]、 履歴効果 [円ドルレート対前月比伸び率]、 実質マネー成長率格差 [日米M1実質成長率差<sup>3</sup>] に要因分解してみることができる。9月から10月の為替インデックスの変化への寄与度は、 実質金利格差が+0.5% (円安要因)、 対外収支格差が-1.2% (円高要因)、 履歴効果が+0.5% (円安要因)、 実質マネー成長率格差が-2.4% (円高要因) となっている。足もとの為替インデックスのプラス幅の縮小は「実質マネー成長率格差の縮小」や「対外収支格差の拡大 (米国：赤字、日本：黒字)」によることがわかる。

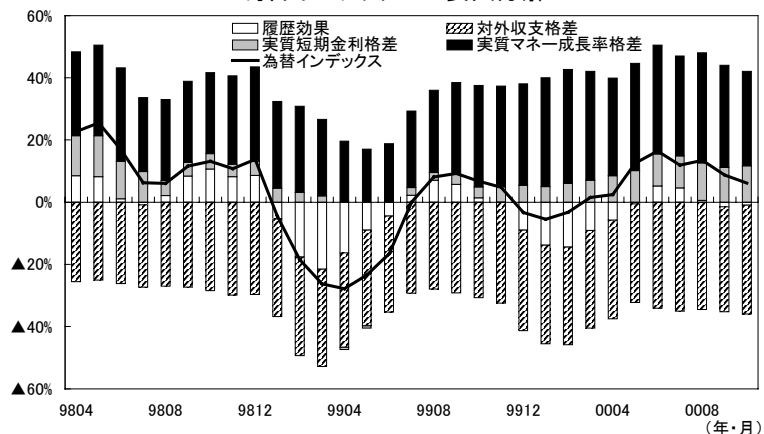
為替インデックスの今後の動きについては、8月に日本においてゼロ金利政策が解除された一方、米国では金融引き締め局面が一服しつつあることから、実質マネー成長率要因による円安圧力は弱まっていくことが推測される。実質金利格差も縮小に向かうことが予想されることから、為替インデックスのプラス幅が縮小し、マイナスに転じる可能性を視野に入れておくべきであろう。

2000年度に入ってから為替インデックスはプラスが続き、指標の判定上は円安局面に転じたとも考えられる。しかし、指標の先行きを考えると一方向の円安が続くサインとは受け止められず、最近の円ドルレートのボックス圏での動きを反映しているものと判断される。

為替インデックス(新系列)

1999年 10月	6.8%
1999年 11月	4.8%
1999年 12月	-3.2%
2000年 1月	-5.5%
2000年 2月	-3.2%
2000年 3月	1.5%
2000年 4月	2.4%
2000年 5月	12.5%
2000年 6月	16.5%
2000年 7月	11.9%
2000年 8月	13.4%
2000年 9月	8.8%
2000年 10月	6.1%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

<sup>1</sup> 日本：有担保コール翌日物レート、米国：FFレート。デフレーターには日本：国内卸売物価指数、米国：生産者物価指数（コア）を採用。

<sup>2</sup> 経常収支およびGDPは四半期データであるため、均等按分により月次データに加工したものを後方3カ月移動平均化。

<sup>3</sup> デフレーターには日米ともに消費者物価指数（コア）を採用。

## < 今週の焦点 > 原油価格高騰の日本経済への影響

### 原油価格高騰の背景と今後の見通し

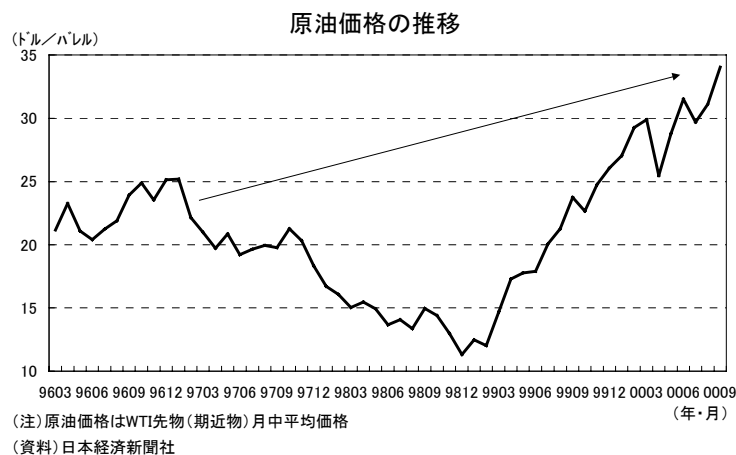
原油価格の代表的な指標であるWTI原油先物（期近物）の月中平均は、アジア経済危機を背景とする世界的なエネルギー需要の低迷により98年12月には11.31ドル/バレルまで下落した。

しかし、99年3月のOPECの原油減産合意をきっかけに上昇局面に転じた後、米国経済の好況やアジア経済をはじめとする世界的な景気回復によりエネルギー需要が高まり、原油価格の上昇が加速。今年に入りOPECによる増産が実施されたにもかかわらず9月平均は34.05ドル/バレルまで高騰している。

9月月中には一時37ドル/バレル台まで上昇する場面もみられたが、OPECによる10月以降の日量80万バレルの追加増産決定や米国の戦略的備蓄の一部放出決定を受け、足もと30ドル/バレル前半まで低下している。今後、北半球の先進諸国では暖房用燃料の需要期を迎えることや米国の在庫水準の低下が伝えられていることなどから、年末にかけて原油価格に上昇圧力がかかる状況が続くであろう。

70年代の2度のオイルショックや90年代初めの湾岸危機における原油価格高騰の主因が産油国周辺の社会動乱による供給サイドのショックにあった。これに対して、今回の原油価格高騰は世界的な景気回復による需要の拡大に主因があり、さらに投機的な動きが価格を不安定にさせている点で大きく異なっている。

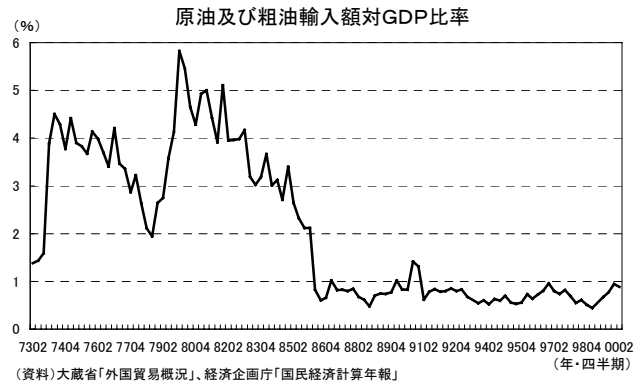
産油国にとっても、原油価格高騰を起因とするインフレにより世界経済が減速し、原油需要が低迷することは好ましいことではない。したがって、原油価格高騰の世界経済への悪影響を懸念する声が高まる中で、OPECが一段の価格引き上げをねらった供給コントロールを実施することは得策ではないであろう。一方で、OPECが価格影響力を維持する中で原油価格が大幅な下落局面に入ること考えにくく、年末にかけて30ドル/バレル前後での高止まりが続くとみられる。



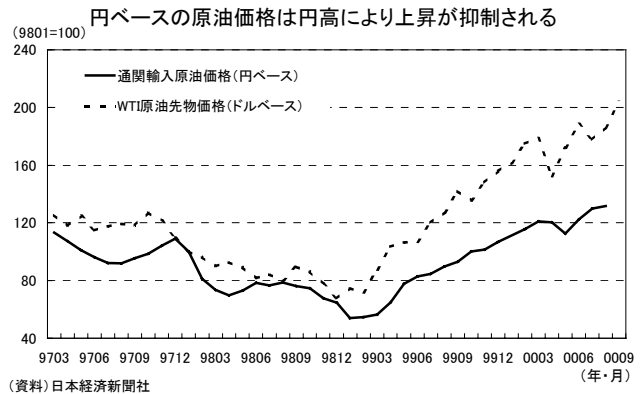
## 原油価格高騰の日本経済への直接的な影響度は大きく低下

原油価格高騰の日本経済への影響が懸念されるが、オイルショック後のエネルギー効率の改善やエネルギー供給源の分散等により直接的な影響度は大きく低下している。

70年代以降の原油および粗油輸入額の対GDP比率をみると、第2次オイルショック後の80年第1四半期には5.83%まで上昇していたが、99年第1四半期には0.44%まで低下。原油価格の上昇を受け、2000年第1四半期には0.95%、第2四半期には0.89%へ若干上昇しているが、ピーク時の15%程度の水準にとどまっている。



円高の進展も原油価格高騰の日本経済への影響をユーロ安で影響が増幅されている欧州諸国に比べ小さなものとする要因として作用している。99年以降ドルベースの原油価格の上昇が続く中で120円/ドル台から100円/ドル台へ円高が進展したため、円ベースでの上昇は抑制されることになった。これにより、ドルベースの原油価格はボトム圏にあった98年1月の水準の約2倍となっているのに対して、円

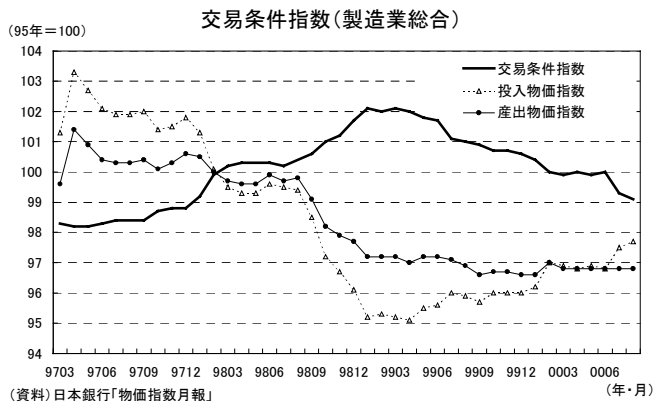


ベースでは約1.3倍の上昇にとどまっている。また、97年のアジア経済危機発生以前の水準と比較すれば、円ベースでの上昇幅はそれほど大きなものではない点も注目に値する。

## 原油価格高騰の国内物価への影響は限定的であるが、企業の交易条件は悪化傾向

原油価格上昇を反映して、国内卸売物価が2000年3月以降前年同月比プラスに転じている一方で、消費者物価については前年同月比マイナスの動きが続いている。消費等国内需要の回復が緩慢な中で、企業は仕入価格上昇の負担を消費者に転嫁しづらい状況にある。

製造業の収益状況について交易条件指数(産出物価指数/投入物価指数)をみると、原油価格の上昇を反映し投入物価指数が緩やかに上昇する一方、卸売物価や消費者物価にコストの価格転嫁がなされず産出物価指数は横這いとどまっている。

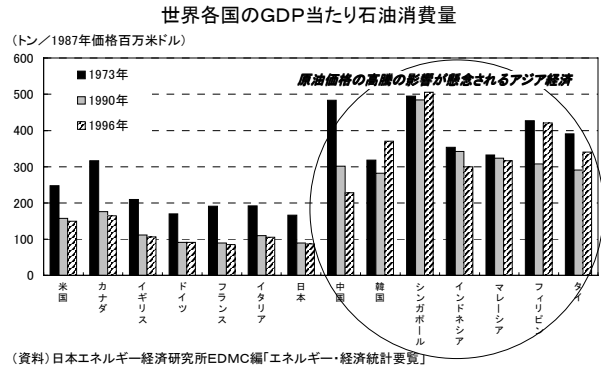


この結果、企業の交易条件は緩やかに悪化しつつある。したがって、原油価格上昇のコストを最終物価に転嫁できない状況にあっては、交易条件悪化を通じた企業収益への影響が懸念される。

### 懸念されるアジア経済減速を通じた外需への影響

世界各国のGDP当たり石油消費量をみると、先進諸国では2度の石油危機を経て石油依存度が大きく低下している。しかし、90年代に入り工業化が進展したアジア諸国では依然として石油依存度が高く、先進諸国に比べ原油価格高騰の影響を受けやすい状況にある。

わが国の輸出総額に占める東アジア諸国（アジアNIEs、ASEAN、中国）向け輸出のシェアは88年度の30.8%から99年度には41.3%にまで上昇している。これは米国の30.4%、EUの17.4%を上回っており、アジア経済の日本経済に対する影響力は増大している。



したがって、原油価格高騰によりアジア経済が再び減速に転じた場合には、外需環境の悪化を通じた影響が日本経済に及ぶことが懸念される。原油価格上昇による経常収支への影響としては輸入サイドを通じた影響が主として考えられるが、原油輸入額の対GDP比が大きく低下していることを勘案すれば、輸出サイドを通じた影響についても注意深くみていく必要がある。

### 原油価格高騰の影響は来年度以降か

10月以降30ドル/バレルの推移が続くと2000年度の原油価格は年度平均で30%上昇することになる。当研究所マクロモデルを用いて原油価格高騰の影響を試算すると、原油価格が30%上昇した場合には、企業の経常利益（全産業）が1.4%（2年目は4.8%）減少し、経常収支対名目GDP比が1.0%（2年目は1.1%）減少する。

9月の日銀短観では、足もとの原油価格高騰が織り込まれていると考えられるが、2000年度の全産業（全規模）の経常利益は+13.1%と2桁増が見込まれている。これから判断するかが、原油価格が高水準で推移した場合であっても、年度内の企業収益への影響は軽微なものにとどまると見込まれる。

原油価格上昇の影響(30%上昇した場合)

	1年目	2年目
国内卸売物価	+1.0%	+1.8%
消費者物価	+0.1%	+0.3%
経常収支/名目GDP	-1.0%	-1.1%
全産業経常利益	-1.4%	-4.8%

(注)ニッセイ基礎研究所マクロモデル結果より

しかし、マクロモデルによれば来年度の企業収益により大きな影響が現れてくることになり、原油価格の高水準での推移が続く場合には、来年度以降の景気回復への影響が懸念される。

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)